

2011年8月4日

# 华东医药

## 产品优秀，销售同样优秀

**A**
**买入**

000963.SZ - 人民币 26.10

目标价格: 人民币 31.90

胡文洲, CFA\*

(8621) 2032 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(21)	6	(1)	3
相对新华富时A50指数(%)	(15)	11	10	9

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	434
流通股(%)	47
流通股市值(人民币 百万)	5,300
3个月日均交易额(人民币 百万)	37
净负债比率(%) (2011E)	22
主要股东(%)	
中国远大集团有限责任公司	35.5

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

\*焦阳为本报告重要贡献者

**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**

华东医药是集制药工业和医药商业为一体的综合性医药企业, 公司在免疫抑制剂、糖尿病用药、消化系统用药领域拥有多个优秀品种, 原料药领域的品种也很有特色。我们预计上述四个领域 2011 年收入增长分别为 26%、30%、15%、5%, 医药商业的增长也将达到 22%。虽然公司目前尚无解决股改遗留问题的时间表, 但我们认为解决该事项的基础已经具备, 事态进展可能不像市场预期的那样悲观。在不考虑公司未来可能再融资的情况下, 我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.91 元、1.19 元、1.54 元, 首次给予买入的评级, 目标价格 31.90 元。

### 支撑评级的要点

- 公司制药工业战略规划清晰, 品种选择独具慧眼, 医药商业区域龙头地位显著。
- 他克莫司和百令胶囊的快速增长将带动公司免疫抑制剂的销售提升, 未来 3 年增速达到 25%。
- 医药商业占据地区 1/5 的市场份额, 收入盈利指标皆优于竞争对手, 未来增速将达到 20-25%。
- 公司未来如能够顺利解决股改遗留问题, 将会通过再融资解除面临的资金瓶颈, 开始新一轮的快速发展。

### 评级面临的主要风险

- 药品最高限价下调风险。
- 公司产品产能受限风险。
- 吡格列酮的使用可能将受到限制。

### 估值

- 我们预计公司 2011-13 年业绩增速分别为 25%、31% 和 29%, 给予公司目标股价为 31.90 元, 相当于 2011 年 35 倍市盈率。鉴于公司的产品和销售都非常优秀, 首次评级**买入**。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	7,825	8,972	10,871	13,259	16,159
变动(%)	30	15	21	22	22
净利润(人民币 百万)	378	317	396	517	668
全面摊薄每股收益(人民币)	0.872	0.731	0.912	1.192	1.539
变动(%)	59.9	(16.1)	24.8	30.6	29.1
全面摊薄市盈率(倍)	29.9	35.7	28.6	21.9	17.0
每股现金流量(人民币)	1.31	(0.06)	1.12	1.39	1.73
价格/每股现金流量(倍)	19.9	(404.8)	23.4	18.7	15.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.0	19.6	15.6	12.5	9.9
每股股息(人民币)	0.000	0.330	0.365	0.477	0.616
股息率(%)	0.0	1.3	1.4	1.8	2.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

# 目录

投资摘要.....	3
盈利预测和假设.....	4
估值.....	5
公司的核心竞争力 .....	6
公司概况.....	7
免疫抑制剂产品齐全，品牌优势明显.....	12
糖尿病用药潜力巨大，发展仍有空间.....	18
消化系统用药品种优秀，梯队略显单薄.....	22
原料药独具特色，药品降价或成为利好.....	25
依托现有销售队伍，介入癌症治疗领域.....	26
医药商业的区域龙头.....	28
解决股改遗留问题值得期待.....	30
财务状况.....	31
风险因素.....	36
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	38

## 投资摘要

华东医药是集制药工业和医药商业为一体的综合性医药企业，制药工业战略规划清晰，品种选择独具慧眼，主要产品集中分布在免疫抑制剂、糖尿病用药、消化系统用药、原料药四个领域；医药商业区域龙头地位显著。

2010年免疫抑制剂占公司制药工业销售额的53%，公司拥有目前临床治疗的全部主流品种以及重要的辅助治疗用药百令胶囊。我们认为，他克莫司及百令胶囊未来将保持快速增长，公司免疫抑制剂未来3年的增速在25%左右。

以阿卡波糖为核心品种的糖尿病用药占公司制药工业销售额的23%，目前拥有新老品种各两个，产品结构较为合理。我们认为，未来如吡格列酮的应用没有受到严厉限制，今后3年公司糖尿病用药的增速将达到25%以上。

受到已发生或潜在药品降价事件的影响，公司的消化系统用药和原料药业务短期可能会受到一些影响，但中长期的竞争形势正朝着有利的方向发展，未来3年增长将在10-15%左右。公司还将开拓癌症治疗药物新领域，进一步充实制药工业的产品线。

公司是浙江省的医药商业龙头企业，所占市场份额约为1/5，在销售额、毛利率和净利率方面皆优于竞争对手英特集团。我们预计未来3年公司的医药商业将保持20-25%的增长。

从商业利益的角度考虑，解决公司股改遗留问题的基础已经具备。未来如能够顺利解决股改遗留问题，则公司的将会通过再融资为快速发展保驾护航。

我们估计公司2011-2013年的营业收入为109亿元、133亿元、162亿元，同比增速分别为21%、22%、22%；每股收益将达到0.91元、1.19元、1.54元，增速为25%、31%、29%。

## 盈利预测和假设

### 盈利预测关键假设

- 1) 我国器官移植医疗市场无重大变化，每年接受器官移植患者人数保持平稳；
- 2) 公司产能扩张进展顺利，未来 2 年发酵虫草菌粉不会受到产能瓶颈的限制；
- 3) 未来药品最高零售价格下调幅度不超过 25%，不会立即影响公司产品销售价格；
- 4) 未来公司的销售费用率和管理费用率维持小幅下降趋势。

### 营业收入预测

图表 2. 公司营业收入预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>制药工业</b>					
营业收入(百万元)	1,313.7	1,536.6	1,877.1	2,292.9	2,788.4
增长(%)	30.3	17.0	22.2	22.2	22.6
占比(%)	16.8	17.1	17.3	17.3	17.3
毛利率(%)	78.2	80.2	80.8	81.0	81.2
<b>医药商业</b>					
营业收入(百万元)	6,072.2	7,325.7	8,937.3	10,903.5	13,302.3
增长(%)	23.1	20.6	22.0	22.0	22.0
占比(%)	77.6	81.7	82.2	82.2	82.3
毛利率(%)	5.4	5.5	5.5	5.5	5.5
<b>房地产</b>					
营业收入(百万元)	392.5	58.3	-	-	-
增长(%)	1,666.4	(85.2)	-	-	-
占比(%)	5.0	0.6	-	-	-
毛利率(%)	48.2	41.2	-	-	-
<b>其他</b>					
营业收入(百万元)	46.5	51.3	56.5	61.1	68.3
<b>总计</b>					
营业收入(百万元)	7,824.9	8,971.8	10,870.9	13,258.5	16,159.0
增长(%)	30.1	14.7	21.2	22.0	21.9
毛利率(%)	20.0	18.8	18.7	18.7	18.7

资料来源：公司资料及中银国际研究

## 估值

公司的主营利润贡献来自于制药工业的处方药，我们选取医药行业中以处方药销售为主的双鹭药业、人福医药、海正药业、恒瑞医药、益佰制药作为参照公司。基于行业平均市盈率水平，公司未来三年的增长确定，我们给予公司目标股价为 31.90 元，相当于 2011 年 35 倍市盈率。我们认为公司的产品和销售都很优秀，长期发展趋势很好，将评级定为**买入**。

图表 3. 医疗器械类上市公司估值比较

公司简称	代码	总市值 (人民币,亿元)	价格 (人民币,元)	每股收益 (人民币)				市盈率 (倍)				10-13 年净利 润复合增长 (%)	净资产收益 (%)		
				2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E		2011E	2012E	2013E
双鹭药业	002038.SZ	137.81	36.20	1.08	1.21	1.42	1.85	50.5	29.9	25.5	19.6	37.1	28.9	26.4	26.3
人福医药	600079.SS	115.22	23.35	0.46	0.64	0.84	1.07	53.2	36.5	27.9	21.8	34.6	13.5	15.1	16.6
海正药业	600267.SS	208.30	39.69	0.76	0.97	1.32	1.70	56.9	41.1	30.0	23.4	34.6	12.6	14.6	16.3
恒瑞医药	600276.SS	353.32	31.43	0.97	0.82	1.04	1.33	48.8	38.3	30.2	23.7	27.2	21.8	22.3	22.8
益佰制药	600594.SS	67.13	19.03	0.55	0.73	0.97	1.24	34.3	25.9	19.7	15.3	30.8	23.4	24.0	24.9
<b>平均</b>		176.36	29.94	0.76	0.87	1.12	1.44	48.8	34.3	26.6	20.8	32.9	20.0	20.5	21.4
<b>华东医药</b>	000963.SZ	113.29	26.10	0.73	0.91	1.19	1.54	35.7	28.6	21.9	17.0	29.0	30.8	32.5	33.4

资料来源：公司资料及中银国际研究

## 公司的核心竞争力

### 制药工业战略规划清晰

公司的制药工业非常集中的分布在免疫抑制剂、糖尿病用药、消化系统用药、原料药四个领域，每个领域的核心产品皆为市场上的主流或最具潜力的品种，且在免疫抑制剂领域形成了拥有全部一线用药的产品线。同时，公司一直在致力于丰富四大领域的产品线，形成了良好的规模效应和品牌效应。此外，公司在涉足其他治疗领域用药时，对品种的选择非常独到，也注重利用现有优势促进新产品的销售和推广。

### 医药商业龙头地位显著

公司是浙江省的医药商业龙头，所占市场份额约为 1/5，在销售额、毛利率和净利率方面皆优于竞争对手英特集团。

### 品种选择眼光独到

观察公司的重要品种，我们发现环孢素 A、西罗莫斯、他克莫司、阿卡波糖等产品竞争对手寥寥，公司占据市场份额较大；而吗替麦考酚酯、吡格列酮、泮托拉唑等品种虽竞争对手众多，但公司能够借助先入优势确立自身的市场地位，也占据了可观的市场份额。我们认为这种情况并非偶然，而是体现了公司在产品品种选择方面的独到眼光。公司的新品种伏格列波糖、吡格列酮二甲双胍以及正在申报的来曲唑和阿那曲唑也属于竞争对手较少的品种，符合公司一贯的品种选择策略，我们认为这些新产品未来可能也将占据可观的市场份额。

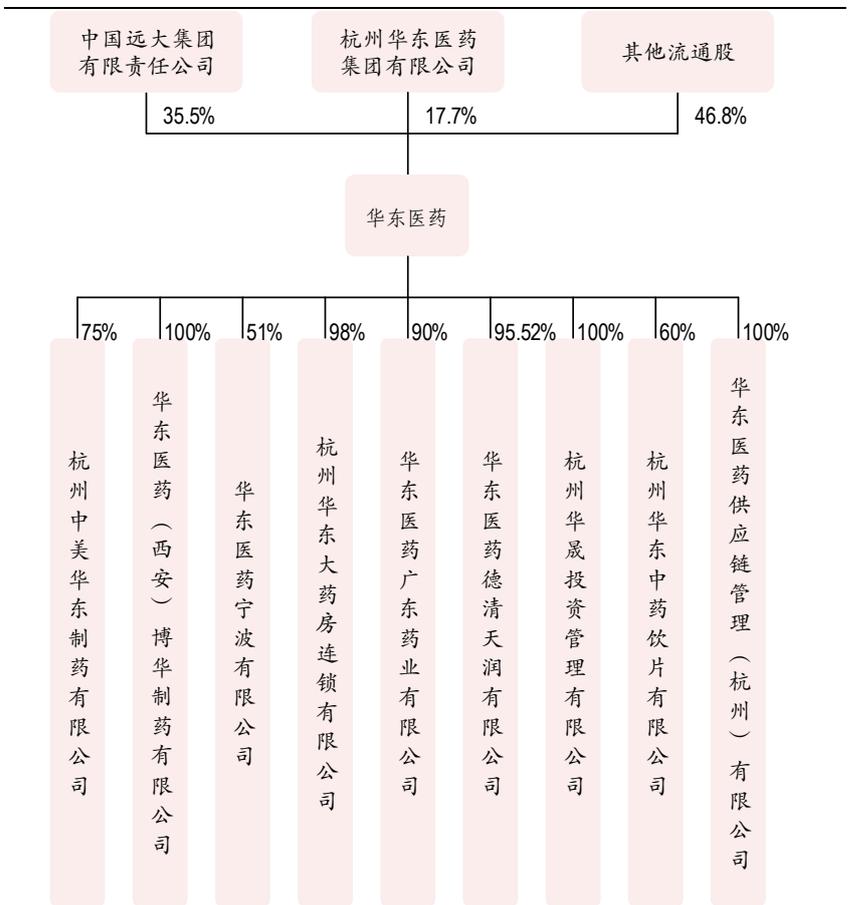
### 销售能力强，产品市场占有率高

公司的环孢素 A 市场占有率约为 40%，吡格列酮、泮托拉唑的市场占有率约为 20%，即便对手是罗氏或拜耳在中国最为重要的品种，吗替麦考酚酯、阿卡波糖也占据了 15% 的市场份额。我们认为，作为国内专科用药生产企业，在与欧美日原研药品生产企业的正面竞争中，公司颇有心得，能够将绝大多数主要品种的市场占有率维持在 15% 以上，很好的体现了公司强有力的销售能力。我们认为，在公司销售能力的保障下，公司的他克莫司、伏格列波糖以及后续即将上市的抗癌药物等品种的销售业绩值得期待。

## 公司概况

华东医药是集制药工业和医药商业为一体的综合性医药企业，于2000年1月27日上市。中国远大集团有限责任公司和杭州华东医药集团有限公司为第一、二大股东，分别持有35.5%和17.7%的上市公司股权。其中远大集团属于战略投资者，公司的董事长、法人代表、总经理、董事会多数席位、大部分高管均来自二股杭州华东医药集团。

图表 4. 华东医药股权结构图

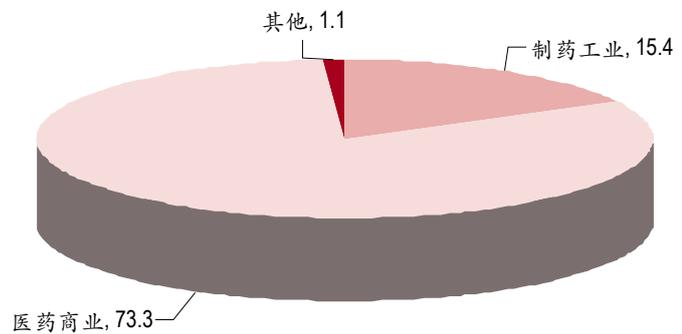


资料来源：公司资料及中银国际研究

目前公司总股本4.34亿，其中2.80亿股为流通股，目前仍处于限售状态的1.54亿股为第一大股东中国远大集团有限责任公司持有。

华东医药业务涵盖制药工业和医药商业两大领域，2010年两块业务占比分别为15.4%和73.3%。

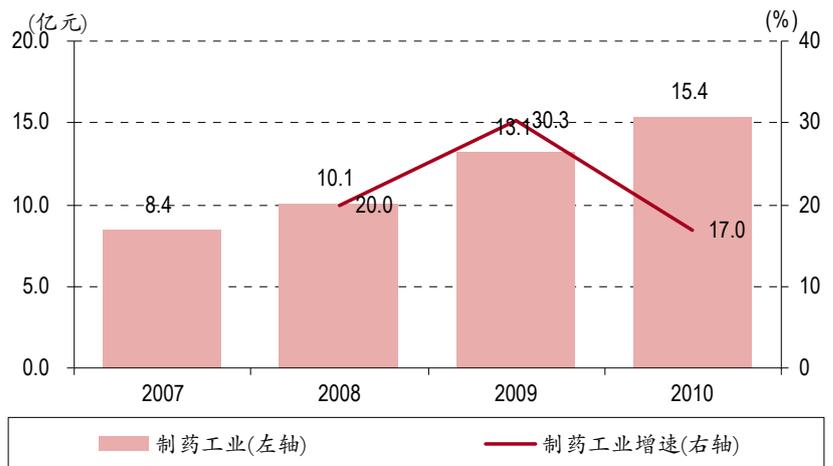
图表 5.2010 年华东医药营业收入结构图



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司的制药工业 2010 年销售额为 15.37 亿元，同比增长 17%。

图表 6.2007--2010 年华东医药制药工业收入情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

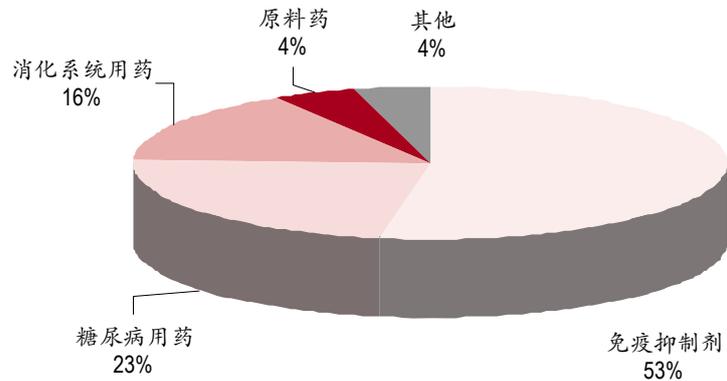
核心品种集中在免疫抑制剂、糖尿病用药、消化系统用药、原料药四大领域，未来还将开发抗癌药物领域，目前有 3 个品种正在申请中，有望在 2011-2012 年获批。

**图表 7. 华东医药制药工业主要产品**

	通用名	商品名	上市时间	竞争对手
免疫抑制剂	环孢素 A	新赛思平	2000 年前	诺华、华北制药、丽珠集团、国药川抗、双鹭药业
	吗替麦考酚酯	赛可平	2005 年	罗氏、(诺华)、华北制药、海正药业、国药川抗
	他克莫司		2009 年	安斯泰来、海正药业、国药川抗、浙江弘盛
	西罗莫司	赛莫司	2005 年	惠氏、华北制药、福建科瑞
	百令胶囊		2000 年前	济民可信等多家 (成分相同, 但商品名不同)
糖尿病治疗	阿卡波糖	卡博平	2002 年	拜耳、四川宝光
	吡格列酮	卡司平	2002 年	恒瑞医药、北京太洋、四川宝光、天津武田
	伏格列波糖		2009 年	天津武田、晨牌药业、浙江震元和鲁抗辰欣
	吡格列酮二甲双胍		2010 年	江苏德源、(天津武田)
消化系统用药	泮托拉唑	泮立苏	2002 年	扬子江药业、奈科明
原料药	奥硝唑		2002 年	湖南九典、南京圣和、浙江苏泊尔
癌症用药	阿那曲唑		2011-2012 年	阿斯利康、浙江万马、华邦制药、扬子江药业
	来曲唑		2011-2012 年	诺华、恒瑞医药
	奥沙利铂		2011-2012 年	恒瑞医药等多家

资料来源: 公司资料及中银国际研究

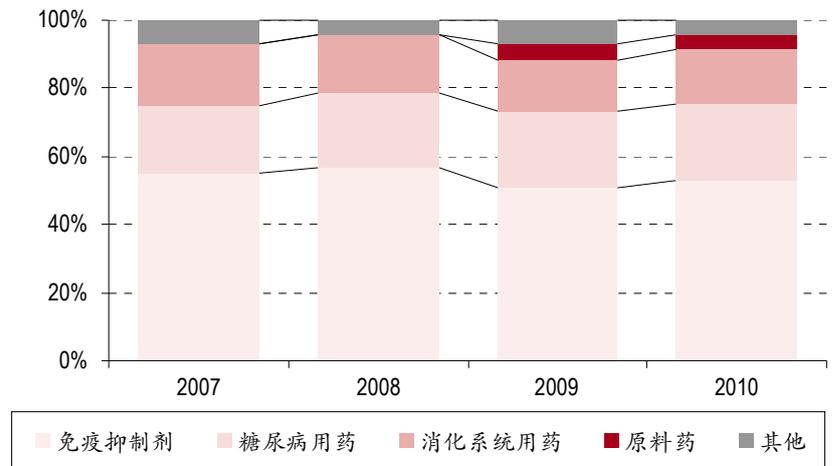
2010 年免疫抑制剂销售额约为 8.1 亿元, 占制药工业销售额的 53%, 糖尿病用药销售额约为 3.5 亿元, 占制药工业销售额的 23%, 消化用药销售额约为 2.5 亿元, 占公司制药工业销售额的 16%, 原料药业务销售额约为 0.7 亿元, 占公司制药工业销售额的 4%。

**图表 8. 2010 年华东医药制药工业品种结构图**


资料来源: 公司资料及中银国际研究

从各类药物销售额来看, 免疫抑制剂所占比例呈下降趋势, 糖尿病用药占比逐年提高, 消化系统用药占比略有下降, 制药工业品种分布日趋合理。

图表 9. 2007-2010 年华东医药制药工业品种结构图



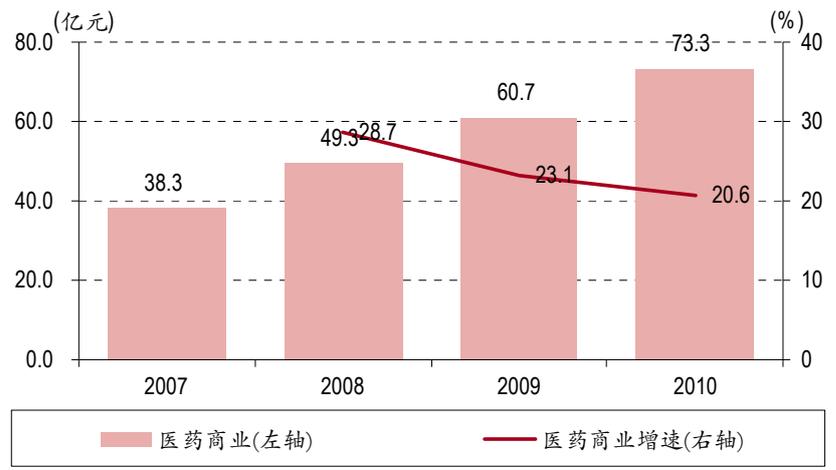
资料来源：公司资料及中银国际研究

公司的制药工业业务主要集中在子公司杭州中美华东制药有限公司和华东医药（西安）博华制药有限公司，此外母公司中也有少量制药工业业务。

公司持股 75% 的杭州中美华东制药有限公司是公司制药工业的核心部分，2010 年营业收入 14.47 亿元，较上年同期增长 19.00%，实现净利润 2.83 亿元，较上年同期增长 16.94%，营业收入相当于公司全部制药工业的 94%，免疫抑制剂、糖尿病用药、胃肠系统用药以及未来的癌症治疗药物均在中美华东旗下。华东医药（西安）博华制药有限公司及其下属子公司陕西九州制药有限责任公司也属于公司的制药工业板块，2010 年营业收入合计 0.96 亿元，相当于公司全部制药工业的 6%，主营业务是原料药的生产销售。

公司的医药商业一直牢牢占据着浙江省区域龙头的位置，2010 年营业收入 73.26 亿元，同比增长 21%，占据浙江省约 1/5 的市场份额。

图表 10.2007--2010 年华东医药医药商业收入情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司的医药商业业务主要分布在母公司、华东医药宁波有限公司和华东医药供应链管理（杭州）有限公司中。母公司是承载公司医药商业业务的主体，我们估计 2010 年的营业收入占公司全部医药商业业务的 90% 以上。华东医药宁波有限公司主要经营生物制品等的代理销售。2010 年，宁波公司大力拓展进口产品代理销售，营业收入比增长 31.2%，达到 5.89 亿元，占公司医药商业业务的 8.0%。华东医药供应链管理（杭州）有限公司注册资本 3,573 万元，是公司 100% 控股的子公司，主营医药供应链技术的管理与咨询。2010 年公司处于现代化物流中心的项目基建和改造阶段。我们认为 2011 年底公司将正式投入运营，未来将是公司医药商业业务的重要基石。

此外，公司曾拥有部分房地产业务，该业务已于 2010 年 4 月剥离，目前公司无房地产相关业务。

## 免疫抑制剂产品齐全，品牌优势明显

免疫抑制剂是公司的传统优势领域，2010年销售额约为8.1亿元，占公司制药工业销售额的53%。公司在免疫抑制剂领域产品线齐全，现有5个品种，其中环孢素A、吗替麦考酚酯是传统一线用药，他克莫司为近年来增长迅速的高端一线用药，西罗莫司为二线用药，百令胶囊为辅助用药。除免疫抑制剂治疗中常用的嘌呤、激素类低端药物以及吗替麦考酚酯的另一竞争品种麦考酚钠，公司已经拥有目前临床免疫抑制剂治疗方面所有的主流品种。

免疫抑制剂主要用于器官移植抗排斥反应和自身免疫病，其中器官移植抗排斥反应是最主要的应用。我国的器官移植手术已累计开展超过10万例，目前累计存活人数约为8万人。在经历了2004-2005年的高速无序增长后，目前每年的器官移植手术约1万例左右，已成为世界上仅次于美国的第二大器官移植国家。开展最多的是肾移植，累计超过86,000例，目前每年进行肾移植手术约6,000例左右，肾移植患者十年存活率已经超过60%；肝移植总数超过16,000例，目前每年进行肝移植手术在3,000例左右，移植后三年生存率已经升至75%左右；此外还有少量的心脏、肺脏的等移植手术。

与世界各国一样，供体的缺乏是制约我国器官移植的最重要因素，心肺死亡仍是当前的临床死亡标准以及广大群众固有观念和习俗使得我国的器官捐献比例很低，供体缺乏在我国表现得尤为严重。尽管推动临床死亡标准的工作一直在进行，但我们认为提高我国的器官捐献比例的路途仍很漫长，我国器官捐献数量未来大幅增长的可能性很小。

临床常用的免疫抑制剂主要有五类：(1)糖皮质激素类，如可的松和强的松；(2)微生物代谢产物，如环孢菌素和藤霉素等；(3)抗代谢物，如硫唑嘌呤和6-巯基嘌呤等；(4)多克隆和单克隆抗淋巴细胞抗体，如抗淋巴细胞球蛋白和OKT3等；(5)烷化剂类，如环磷酰胺等。其中第1、2、3类较为常用，第4类由于价格较高使用较少，第5类目前应用较少。

**图表 11. 华东医药免疫抑制剂主要品种情况**

通用名	公司产品价格 (元)	国产产品限价 (元)	外资产品价格 (元)	日服用量 (50kg 患者)	国产产品月花 销(元)	公司销售额对 应患者数量
环孢素 A(25mg×50)	约 250	414	约 500	150-300mg	900-1,800	2.5 万
吗替麦考酚酯(250mg×40)	330-410	480	约 600	2g	1,980-2,440	0.7 万
他克莫司(1mg×50)	约 950	1250	约 1350	2-4mg*	1,140-2,280*	0.15 万
西罗莫司(50mg)	约 1250	1773	约 500	2mg	1,500	0.3 万
硫唑嘌呤(50mg×100)	60-80**	110	约 220	100-250mg	42-105	-
强的松(5mg×100)	2-3**	-	-	5mg	2	-

资料来源：公司资料及中银国际研究

\*三联疗法下，说明书推荐剂量为 7.5-15mg，但实际使用中国国内大多数患者每天服用 2-4mg 即可达到必须的血药浓度

\*\*公司无该产品，价格为其他国内公司产品价格

临床主流的免疫抑制组合疗法分为二联、三联、四联疗法，其中最为常用的是环孢素 A+吗替麦考酚酯+激素的三联疗法，在患者耐受较差或经济条件许可的情况下，可用他克莫司替换环孢素 A；当患者经济状况较差时可尝试采用硫唑嘌呤替换吗替麦考酚酯；当患者经济状况允许且必要时，可使用抗淋巴细胞球蛋白等单、多抗生物制剂。西罗莫司通常作为二线用药，用于耐受性较差个体的环孢素 A 和吗替麦考酚酯替代。

**图表 12. 临床主流的免疫抑制组合疗法**

治疗方案	二联疗法	三联疗法	四联疗法
环孢素 A(他克莫司↑)	✓	✓	✓
吗替麦考酚酯(硫唑嘌呤↓)		✓	✓
强的松	✓	✓	✓
单、多抗生物制剂			✓

资料来源：公司资料及中银国际研究

免疫抑制用药属于典型的临床品种，目前公司所拥有的品种皆在医保目录之内，使用者对药品价格的敏感性较低，对品种和品牌的粘度很强。

环孢素 A 是免疫抑制剂中的老品种，也是目前使用最为普遍的免疫抑制剂，属于医保甲类用药。公司的环孢素 A 商品名为新赛斯平，主要竞争对手为诺华的新山地明。我们估计，以用量计算，目前国内市场上新赛斯平和新山地明各占 40% 左右的市场，对应的使用者约为 2.5 万人，华北制药的田可占有 10% 左右的市场份额，丽珠集团、江苏瑞邦等公司的产品占据较小的市场份额。环孢素 A 为医保甲类品种，国内企业产品价格的差别较小，年服用花费在 1.8 万元左右，可完全由医疗保险所覆盖，因此存量患者对于用药品牌有着较强的粘度，国内市场的竞争格局比较稳定。2010 年 6 月 8 日，药监局药品不良反应信息通报（第 29 期）提示了不同商品名或制剂的环孢素替换使用的风险，更是抑制了各生产企业对于存量患者的竞争。环孢素 A 一直是免疫抑制治疗的基本药物，近年来有逐步被他克莫司替代的趋势，但是由于存量患者的黏度很强，他克莫司的替代作用较为有限，仅在新增患者群体中有着相对较高的使用率。我们估计存量器官移植患者每年的死亡率约为 5%，相当于 4,000 人/年，相对于每年约 1 万例的器官移植手术量，意味着如 30-40% 的患者使用环孢素 A 就可以保证环孢素 A 的市场不萎缩，但即便 70% 的新增患者使用环孢素也只能使得市场容量达到 5% 的增长。公司的环孢素产品的销售额 2006 年以来一直维持在在 2 亿元以上，呈缓慢增长态势。我们预计未来公司环孢素 A 的销售将保持稳定。

吗替麦考酚酯是三联疗法和四联疗法中的常用品种，目前属于医保乙类品种。公司的吗替麦考酚酯商品名为赛可平，主要竞争对手是罗氏的骁悉。我们估计，赛可平 2010 年的销售额约为 1.3 亿元，以用量计算，市场占有率约为 15-20%。主要竞争对手骁悉由于进入市场较早且学术推广非常到位，曾一度占据 95% 以上的市场份额，目前的市场占有率约为 80%。华北制药、鲁抗辰欣、双鹭药业、海正药业、国药川抗等 20 余家公司的产品占据较小的市场份额。此外，诺华的同类产品麦考酚钠也于近年进入国内市场，但由于价格（相当于公司产品的 2.5-3 倍）和使用历史较短的原因，我们认为未来几年不会对吗替麦考酚酯的市场产生重大影响。赛可平的年服用花费约为 2.5 万元，相当于罗氏骁悉的 60-70%，较其他国产品牌贵 30% 左右。由于属于医保乙类药品且年服用费用与医保报销上限有较大差距，因此患者对该药品价格的敏感性较差，一些经济条件很差的患者会使用甲类医保的硫唑嘌呤替代吗替麦考酚酯。同时，该产品国内批文很多也增加了今后招标过程中的不确定性。公司产品在上市后的一段时间里保持了很高的增速，但我们估计 2010 年的增速已降至 15-20% 的水平，综合公司学术推广能力和价格因素的考虑，我们认为公司的吗替麦考酚酯未来将保持 15-20% 的增长，最终市场占有率将达到 30% 左右。

他克莫司是最有潜力的免疫抑制药物，原研厂为日本藤泽药品，目前的拥有者为日本安斯泰来制药集团。他克莫司作为环孢素 A 的替代品，其肝毒性小于环孢素 A，正逐渐成为二联、三联、四联疗法的基础品种。根据药品说明书的推荐用量，他克莫司的用量约为 7.5-15mg/天，由此计算的年服用费用为 5-10 万元，但实际使用中，三联疗法下的大多数患者在器官移植 3 个月后又仅需要每日服用 2-4mg 即可达到治疗效果，年服用费用约为 2.5 万元，几乎与环孢素 A 相同。尽管他克莫司属于医保乙类用药，但相对于环孢素，使用他克莫司并不明显增加患者的经济负担，因此近年来他克莫司的销售增速很快。2010 年国内他克莫司的销售额约 7 亿元，我们估计公司约占其中的 5%，其余市场大部分为安斯泰来所占据，国内的海正药业、国药川抗、弘盛药业三家所占市场非常有限。公司的他克莫司与 2009 年上市，目前正处于高速增长期，2010 年销售额对应的使用患者约为 1,500 人，占全部器官移植患者的比例非常小，未来发展空间巨大。我们预计 2011 年公司的他克莫司销售有望翻番，未来 3 年销售复合增长率将超过 50%。考虑到原研药企的学术推广能力以及国内潜在竞争对手的情况，我们认为公司未来有望占据他克莫司 20-30% 的市场空间。

西罗莫司的原研厂为惠氏，目前国内除华东医药之外，华北制药、浙江医药、福建科瑞均有产品获批。西罗莫司的作用机制与其它免疫抑制剂存在很大不同，通常作为环孢素 A 和吗替麦考酚酯的替代品，用于耐受性较差的个体。现阶段国内绝大多数医院未将西罗莫司列入一线治疗方案用药，因此销售额较低。由于具有较小的肾毒性，近年来西罗莫司的增速很快。我们认为西罗莫司有一定的市场开发价值，估计 2010 年公司西罗莫司的销售在 3,500 万元左右，预计未来 3 年将保持 30% 左右的增长。

百令胶囊一直作为免疫抑制用药的辅助药品，已上市销售多年，2009 年以前销售额的增速一直保持在 20% 左右。2010 年，公司的百令胶囊新增了 0.5g×42 的产品规格，销售额增速显著提高。我们估计 2010 年百令胶囊的销售额在 3.7 亿元左右，增长接近 30%。百令胶囊为人工发酵虫草菌粉制成，同样成分的药品还有济民可信的金水宝、天缘药业等公司的至灵胶囊、河北长天的心肝宝等多个品种。金水宝的价格较百令胶囊略低，但年销售额已超过 10 亿元，可见人工虫草菌粉的市场空间巨大。

**图表 13.人工虫草菌粉产品情况**

商品名	规格	产品价格 (元)	产品限价 (元)	日服用量	单位售价 (元/g)
百令胶囊	0.2g×60	30-33	41.8	3g	2.6
百令胶囊	0.5g×42	65-69	-	3g	3.2
金水宝	0.33g×63	37-43	42.8	3g	1.9
至灵胶囊	0.5g×50	22-26	38.7	3g	1.0

资料来源：公司资料及中银国际研究

人工虫草菌粉药典所列主治病症为用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、咯血、腰背酸痛，慢性支气管炎等，使用领域非常广泛，目前已用于肿瘤科、肝病科、呼吸科、内分泌科、肾内科、保健科等多科室。2004、2009 医保目录中，百令胶囊皆为乙类用药，不过 2009 版医保目录将原来的“限免疫功能障碍、抗排异、脏器衰竭及肺纤维化”改为了“限器官移植抗排异、肾功能衰竭及肺纤维化”，覆盖范围有所缩减，可能会影响到部分医保患者的使用积极性。不过百令胶囊的日服用花销约为 10 元，相对于目标客户的收入并不算高，长期来看即便不能享受医保报销，销售所受的影响也有限。

公司上市前拥有人工虫草菌粉产能约为 50 吨，2000 年上市募投项目新增产能 50 吨，我们估计之后可能又扩充了部分产能。2010 年报显示，公司投资 2,430 万元开展中美华东虫草扩产改造项目，从项目的进度来看，预计 2011 年将投产。我们估计中美华东虫草扩产改造项目投产后，人工虫草菌粉的产能将在 200 吨左右，2012 年后很有可能面临产能极限。公司收购九阳生物后，有望将其他产品原料药的生产向外转移，保证人工虫草菌粉的产能，我们认为这有助于最大程度的降低产能瓶颈对百令胶囊销售产生的负面影响。我们认为，受新增产品规格的正向影响，2011 年百令胶囊的增长将超过 30%，2012-2013 年百令胶囊的销售增速将保持在 25% 左右。

总体来看，在用于器官移植的免疫抑制剂领域，公司毫无疑问是国内的龙头企业，不论是在品种数量还是市场占有率方面，与主要竞争对手华北制药、海正药业、国药川抗相比都具有明显的优势。但在与外资药企进行的单品种竞争过程中，虽然公司的品牌效应及相关科室医生的认可度均很好，但由于在学术推广能力仍存在一定差距，目前仍略处于下风。同时，当前常用的免疫抑制剂皆为医保用药，患者对于价格的敏感性很差，经济条件允许的情况下通常更为倾向使用外资品牌的药物，这种情况加大了公司学术推广的难度。我们估计，与全部器官移植患者的平均经济状况相比，使用公司产品患者的经济状况略差，而当前器官供体严重短缺的情况下，经济状况更好的患者有更大的机会获得器官移植，这种情况使得公司的市场竞争形势处于略为不利地位。未来如果我国的器官移植领域发生积极转变，器官移植数量能够显著增长，则相对于外资药企，公司的免疫抑制剂受益将更为显著。

此外，免疫抑制剂还用于红斑狼疮、类风湿性关节炎等系统性自身免疫疾病的治疗。不过公司来自于上述领域的销售额较小，也尚未全面在相应的医院科室开展学术营销，未来有待进一步发展。

## 糖尿病用药潜力巨大，发展仍有空间

公司在糖尿病用药领域拥有阿卡波糖、吡格列酮、伏格列波糖、吡格列酮二甲双胍 4 个品种。其中，阿卡波糖和吡格列酮是公司原有的老品种，两个品种皆为糖尿病治疗市场的排名前十的品种，阿卡波糖更是十分适合我国患者的用药习惯，长期以来一直位列我国胰岛素制剂外糖尿病治疗市场占有率榜的首位。伏格列波糖和吡格列酮二甲双胍是公司以 2,500 万元从第二大股东所控制的杭州华东医药集团生物工程研究所有限公司购买而来，其中伏格列波糖原料药及制剂产品生产技术转让价格为 600 万元，吡格列酮二甲双胍片新药技术转让价格为 1,900 万元。这两个品种分别是对阿卡波糖和吡格列酮产品的补充，他们的推出一方面有助于公司应对竞争日益激烈的糖尿病用药市场，另一方面又有助于公司丰富糖尿病用药领域的产品线，开拓新的业务增长点。公司的糖尿病用药产品结构良好，目前拥有 200 人左右的销售团队，未来该领域药品的增长值得期待。

上世纪 90 年代以前，空腹血糖一直是临床上调整糖尿病治疗方案的主要依据，糖化血红蛋白则作为长期血糖控制的监测指标，而餐后高血糖的临床价值被长期忽视。随着循证医学证据的积累，仅仅关注空腹血糖和糖化血红蛋白的临床随机试验未能证实血糖控制与大血管病变之间的联系。同时，很多研究揭示了餐后高血糖与心血管并发症的密切联系。临床医生逐渐发现，高血糖的治疗应当包括空腹血糖、餐后血糖的全面达标。

阿卡波糖和伏格列波糖均属于  $\alpha$ -糖苷酶抑制剂类药物，可竞争性抑制小肠肠道刷状缘壁细胞  $\alpha$ -糖苷酶，延缓食物中双糖和多糖的水解吸收，从而有效降低餐后血糖高峰。 $\alpha$ -糖苷酶抑制剂主要用于配合饮食治疗非胰岛素依赖性糖尿病，也可用于葡萄糖耐量异常 (IGT) 阶段餐后高血糖的降糖治疗。由于中国饮食而与西方相比所含碳水化合物比例更高，因此  $\alpha$ -糖苷酶抑制剂类药物在国内的使用率显著高于全球平均水平。

阿卡波糖是公司糖尿病用药中最大的品种，也是国内糖尿病治疗领域的第二大品种，目前国内市场份额在 20% 以上，但近年来每年均有缓慢下滑。由于可以用于 IGT 人群以及早期糖尿病患者，阿卡波糖的适用人群较其他糖尿病用药更为广泛。公司的阿卡波糖商品名为卡博平，我们估计 2010 年的销售额在 3 亿元左右，同比增速约为 15%，低于 2008 年和 2009 年，市场份额在 15% 左右。

卡博平的主要竞争对手为拜耳制药的拜唐苹和四川宝光的贝希，其中拜唐苹占据约 85% 的市场，贝希的市场份额很小。阿卡波糖的作用机制较为独特，在体内很少被吸收，因此该药品的生物等效性试验很难进行，成为了一道比较特殊的仿制药壁垒。多年来虽有不少企业提出仿制申请，但自 2002 年以后国内就再无阿卡波糖仿制药获批。从目前的情况来看，其他公司仿制的阿卡波糖未来 2 年内上市概率较小。不过，2009 年美国 FDA 发布了阿卡波糖生物等效性试验的建议草案，预计将会对国内的监管机构的审批工作有一定促进作用，同类机制产品伏格列波糖 2009-2010 年间大规模获批的现象有可能会在 2-3 年后在阿卡波糖品种上重现。

拜唐苹是拜耳制药在全球非常重要的品种之一，2009 年在中国的销售额约为 11 亿元，几乎占了拜唐苹全球销量的半壁江山，是拜耳中国最为重要的品种。拜耳中国在拜唐苹的销售中投入了相当多的资源，学术推广也非常到位。因此公司在卡博平的营销竞争中一直处于较为弱势的地位，主要目标市场定位于二级医院和少量三级医院，很少与拜唐苹展开正面交锋，产品上市以来市场占有率未超过 20%。目前公司正在积极变化营销策略，大力开展新市场和新客户开发，我们预计将来卡博平 2011 年的增长将在 30% 左右，未来 3 年销售额复合增长率约为 25%，长期来看市场份额有望达到 25%。

伏格列波糖其作用机理与阿卡波糖相似，2009 年全球销售额 4.99 亿美元，略高于阿卡波糖。但由于原研药企武田在中国的学术推广力度的原因，伏格列波糖的市场认可度远低于阿卡波糖，目前市场规模仅相当于阿卡波糖的 1/20。2009 年天津武田约占据 60% 的市场份额，晨牌药业、浙江震元和鲁抗辰欣三家 2008 年以前产品获批的企业约占据 40% 的市场份额。与阿卡波糖的情况类似，特殊的作用机制曾经是伏格列波糖仿制的技术壁垒。不过 2008-2010 年间，包括华东医药在内的十余家制药企业获得伏格列波糖的生产批文，2009 年起便陆续开始了招投标工作，我们预计未来市场竞争形势将有较大变化。伏格列波糖价格较低，用药费用约相当于阿卡波糖的一半，对经济实力较弱的潜在用户具有较强的吸引力，与阿卡波糖的互补性较强。我们认为，以公司的学术推广能力，未来产品抢占市场份额的过程可能会相对比较顺利。长期来看，在各省药品招标中伏格列波糖也将与阿卡波糖形成协同效应。我们认为该产品是公司的战略性补充品种，未来销售存在超预期的可能。

图表 14. 阿卡波糖和伏格列波糖情况

通用名	规格	公司产品价格(元)	国产限价(元)	外资价格(元)	外资限价(元)	日服用量	月花销(元)
阿卡波糖	50mg×30	约 48	61.4	约 70	82.5	300mg	288
伏格列波糖	0.2mg×30	约 45	51.9	约 60	70.5	0.6mg	135

资料来源：公司资料及中银国际研究

吡格列酮是属于噻唑烷二酮类药物，临床上作为胰岛素增敏剂，减轻胰岛素拮抗，用于 II 型糖尿病的治疗。公司的吡格列酮商品名为卡司平。吡格列酮的原研药企为武田制药，世界范围内吡格列酮的年销售额近 50 亿美元，销售额位列糖尿病治疗品牌药物首位。我们估计 2010 年卡司平的销售额接近 5,000 万元，同比增长 30% 以上，市场份额约为 20%。

卡司平过去几年的销售增速非常快，一方面是由于本身基数较小，另一方面也受到了同类药物罗格列酮事件的促进作用。2007 年国外学术论文提出罗格列酮使心脏病风险增加，此后的 3 年中罗格列酮的销售额比 2006 年下降了 70% 以上。2010 年 9 月，罗格列酮在欧洲遭到退市，并在美国受到限制。同年 10 月，国内监管机构也发文要求相关生产厂家修改罗格列酮说明书，增加风险提示，对其使用做出限制。罗格列酮的限制使用促使吡格列酮的市场份额出现了快速增长，目前这个过程已接近尾声。

吡格列酮的市场竞争较为激烈，共有超过 25 家企业的吡格列酮产品在市场上销售，除华东医药以外，恒瑞医药、北京大洋、四川宝光、天津武田的销售规模较大，其他公司市场份额较低。2009 年底，天津武田与辉瑞就联合推广吡格列酮（商品名艾可拓）达成协议，我们预计未来天津武田的市场份额将呈上升趋势。我们认为卡司平未来 2 年销售增速将保持在 25% 左右。同时，鉴于吡格列酮产品竞争较为激烈，在各省招标的过程中丢标现象在所难免，吡格列酮/二甲双胍更可能成为公司的战略推广品种。

**吡格列酮二甲双胍**是公司 2010 年获批的新药，该药由武田制药原研，但未在中国注册，华东医药在国内首先注册成功，目前国内获批的只有华东医药和江苏德源两家，在审的也只有武田的原研产品和江苏德源的缓释片。我们认为短期内竞争形势对吡格列酮/二甲双胍的市场推广非常有利，相对于竞争对手，公司的销售能力也具有一定的优势，该品种很可能成为公司大力推广的战略性品种，具有一定潜力。目前吡格列酮二甲双胍正在招商，目前仅有一个省份公布了中标情况，价格比同品规的吡格列酮高 60% 左右。我们预计 2011 年吡格列酮二甲双胍的销售额在 500 万元左右，未来 3 年销售额有望超过吡格列酮。

图表 15. 吡格列酮及复方制剂情况

通用名	规格	公司产品价格(元)	国产限价(元)	外资价格(元)	外资限价(元)
吡格列酮	15mg×7	约 18	29.1	约 50	60.1
吡格列酮二甲双胍	15mg/0.5g×14	约 49*	-	-	-

资料来源：公司资料及中银国际研究

\*目前同品规吡格列酮招标价为 25-35 元

值得关注的是，2011 年 6 月，法国和德国分别以“服用吡格列酮与膀胱癌风险增大有关”暂时停止了吡格列酮的销售，美国 FDA 也发表安全公告来警示膀胱癌风险。研究结果显示长期服用吡格列酮增大膀胱癌患病的风险，但在统计学显著性及方法学方面仍有待商榷。美国 FDA 将在近期公布最终结果，并将对是否限制吡格列酮的使用做出决定。目前我国 SFDA 尚未发表对于吡格列酮的相关决定，我们认为美国 FDA 的最终决定可能将会对我国 SFDA 的决策有较大影响。

## 消化系统用药品种优秀，梯队略显单薄

公司的消化系统用药目前只有泮托拉唑一个品种，商品名为泮立苏，包括注射剂和胶囊两个剂型，我们估计 2010 年销售约为 2.5 亿元，同比增长约 22%。目前泮立苏的市场占有率略低于原研厂的潘妥洛克和扬子江药业的韦迪排名第三，市场占有率略低于 20%。

泮托拉唑属于质子泵抑制剂（PPIs）类药物，该类药是十几年来临床应用广泛、疗效最好的胃酸相关性疾病治疗药物。1987 年，阿斯利康的奥美拉唑作为第一个 PPI 首次在瑞典上市，商品名为洛赛克，得益于阿斯利康高效的学术推广能力，在很长一段时间里，洛赛克一直作为胃溃疡治疗药物的代名词存在于医疗界，1998 至 2000 年连续三年位居全球畅销药之首，2000 年专利到期前的年销售额更是高达 62.60 亿美元。日本武田公司的兰索拉唑作为第 2 个 PPI 于 1992 年在法国首先上市，曾是全球消化系统疾病用药的第二名，2000 年的全球销售额为 36.94 亿美元，位列全球畅销药物第六名，高出奥美拉唑 30% 的生物利用度和 4 倍的幽门螺杆菌的抑菌活性是兰索拉唑的卖点。1994 年 10 月德国百克顿（曾为德国阿尔塔纳集团的一个子公司，2007 年 1 月 1 日被奈科明公司收购，而奈科明公司在 2011 年 5 月被武田制药收购）研制的泮托拉唑上市，该药物在弱酸条件下比奥美拉唑和兰索拉唑稳定，对肝脏细胞 P450 酶系的活性影响较小，其他药物间相互影响较奥美拉唑、兰索拉唑少，在临床治疗中的安全性受到医生和患者的认可。1998 年日本卫材又推出新的 PPI 雷贝拉唑，该药属于可逆性 PPI，在体外其抗分泌活性比奥美拉唑强 2~10 倍。1999 年阿斯利康又推出了奥美拉唑的左旋异构体埃索美拉唑，商品名为耐信，该药作为奥美拉唑的换代产品，2009 年全球销售额已超 80 亿美元。上述五种产品即为中国市场上的主要 PPI 产品，其中除奥美拉唑的口服剂型为医保甲类产品外，其余皆为医保乙类。

PPI 类药物主要用于消化性溃疡的治疗，随着在预防手术引起的应激性溃疡方面应用的日益增加，PPI 类药物已经逐渐成为医院内的全科用药。通常我们认为口服剂型的 PPI 类药物主要用于消化性溃疡的治疗，而注射剂型更多用于手术引起应激性溃疡的预防。

据估算，国内 PPI 类药物的市场规模近百亿元，增速在 10% 左右，其中奥美拉唑占据 50% 以上的市场份额，泮托拉唑约占 30% 的市场份额，埃索美拉唑的市场份额约为 10%，其余不到 10% 的份额为兰索拉唑和雷贝拉唑占据。近年来由于缺乏新上市的药物，我们预计 PPI 类药物增长正在趋于缓慢，增长的动力主要来自对 H2 受体拮抗类药物市场的蚕食以及埃索美拉唑在国内市场的推广，阻力主要来自于奥美拉唑和泮托拉唑销售价格的下降。

图表 16. PPI 类药物国内市场价格和竞争情况

	竞争情况	发改委限价(元)		中标价(元)	
		注射剂	口服制剂	注射剂	口服制剂
奥美拉唑 (40mg/20mg×7)	口服制剂和注射剂均在 80 家以上	143(原研)		120 左右(原研)	100 左右(原研)
		94.9(国内原研)		60 左右(国内原研)	70 左右(国内原研)
		63.7(仿制)		6-40(仿制)	5-20(仿制)
泮托拉唑 (40mg/40mg×7)	口服制剂和注射剂均在 40 家以上	150(原研)	97.9(原研)	120 左右(原研)	80 左右(原研)
		68.2(仿制)	65.1(仿制)	10-50(仿制)	5-50(仿制)
				30-50(华东医药)	40-55(华东医药)
兰索拉唑 (30mg/30mg×14)	口服制剂 30 家左右，注射剂 4 家		183(原研)		120 元左右(原研)
			107(仿制)	100 左右(仿制)	90 左右(仿制)
雷贝拉唑 (20mg/20mg×7)	口服制剂 9 家		198(原研)		100 左右(原研)*
			69.9(仿制)		65 左右(仿制)
埃索美拉唑 (40mg/40mg×7)	阿斯利康独家		140(原研)	130 左右(原研)	110 左右(原研)

资料来源：公司资料及中银国际研究  
\*规格为 10mg×7

从药物的疗效和副作用方面来看，5 种 PPI 类药物没有特别显著的差异，因此仅考虑价格和竞争形势，目前的市场份额比例似乎很难解释。实际上由于 PPI 类药物长期占据胃酸相关性疾病治疗市场的绝对主流地位，学术推广在 PPI 类药物营销中所起的作用与在其他疾病药物治疗领域相比显得更为重要。阿斯利康作为第一个 PPI 类药物的原研药企，其在胃酸相关性疾病治疗领域的学术推广实力始终占有绝对优势。兰索拉唑的原研药企日本武田和雷贝拉唑的原研药企日本卫材虽同为国际知名药企，但由于兰索拉唑的国内推广企业为武田和力生的合资企业天津武田，雷贝拉唑在国内是由苏州卫材和西安杨森联合推出，合资与合作的方式导致学术推广的力度不强，实际执行力也稍弱，因此兰索拉唑和雷贝拉唑虽在国内上市多年，但市场份额始终很小。虽然泮托拉唑原研药企奈科明的学术推广力度一般，但由于泮托拉唑具有较高的耐酸性和较低的药物间相互影响，其临床使用正在逐年上升。

我们认为未来 PPI 类药物的最高零售限价面临一定的下调压力。一方面，原研奥美拉唑与尚在专利保护期内的埃索美拉唑最高零售限价非常接近，这种情况非常不合理；另一方面，近两年国产奥美拉唑和泮托拉唑的实际零售价格大幅下降，与药品最高零售限价存在很大差距，也大幅低于同品种的原研药价格。我们预计未来奥美拉唑和泮托拉唑的最高零售限价降幅可能较为显著。兰索拉唑的生产厂商较多，但注射剂型为 2008 年获批且批文仅有 4 个，面临的降价压力可能较小，预计最高零售限价降幅将低于奥美拉唑和泮托拉唑。雷贝拉唑的批文较少，没有注射剂型，市场份额也较小，最高零售限价下降幅度对整个行业的影响较小；埃索美拉唑是目前 PPI 类药物唯一的专利保护药，预计最高零售限价下调幅度不会很大。

未来 PPI 类药物的最高零售限价如发生下降，预计阿斯利康将会进一步降低奥美拉唑的学术推广力度，转而全力推广埃索美拉唑，因此奥美拉唑的市场可能加速萎缩，释放的市场份额部分将由埃索美拉唑填补，另一部分将由泮托拉唑、兰索拉唑、雷贝拉唑占据。考虑到医生的使用习惯，预计泮托拉唑获益提升市场份额的概率较大，但天津武田转为武田独资后可能导致兰索拉唑学术推广力度加强，注射剂型的推广也将为兰索拉唑抢占市场份额增添变数。

泮立苏的中标价格基本处于国内产品价格的顶端，与发改委制定的最高零售限价有 25% 左右的差距。我们认为如遇到发改委降低最高零售限价，泮立苏售价立即受到影响的概率较小，但长期来看销售价格将会有缓慢下降。我们预计未来 3 年泮立苏的销售额增速将会在 15% 左右，如降价幅度或竞争程度超预期，则销售额增速短期有可能下滑至 10%，但长期的增长和空间都较为乐观。

公司消化系统用药的销售队伍约为 100 人，仅销售泮立苏一个产品略显浪费。我们认为积极获取其他消化系统用药品种对公司的发展意义重大，考虑到西安博华拥有奥美拉唑胶囊的生产批文，公司未来有必要补充 1-2 个化学药品种以及 2-3 个中药品种。

## 原料药独具特色，药品降价或成为利好

公司的原料药业务主要集中在西安博华旗下的九州制药中，主要品种为奥硝唑。2010年公司的原料药业务收入约为7,000万元，增长在10%左右。奥硝唑是第三代硝基咪唑类抗生素，主要针对厌氧菌感染及原虫、滴虫感染等。相比同类品种甲硝唑和替硝唑，奥硝唑的半衰期更长，对厌氧菌的杀灭效果更好，对乙醛脱氢酶无抑制作用，不良反应更少，总体疗效相对较好。相比于甲硝唑和替硝唑原料药的数十家生产厂商，国内拥有奥硝唑原料药生产批文的只有西安博华、湖南九典、南京圣和、浙江苏泊尔四家。同时，与甲硝唑和替硝唑相比，奥硝唑的价格更高，一定程度上促进了奥硝唑的销售。2011年3月发改委最新降价后，替硝唑价格下降约40%，奥硝唑仅下降25%，我们认为医疗机构将更倾向于使用奥硝唑。这些因素都将使得今后奥硝唑原料药的需求增加，我们预计未来3年公司的原料药业务将保持10-15%的增长。

图表 17. 奥硝唑、替硝唑、甲硝唑制剂价格情况

通用名	规格	产品价格(元)	发改委限价(元)
奥硝唑	0.25g×12	约 12	15.9
替硝唑	0.5g×8	约 2.5	2.6
甲硝唑	0.2g×100	3-6	7.2

资料来源：公司资料及中银国际研究

## 依托现有销售队伍，介入癌症治疗领域

公司正在计划发展抗癌药产品，目前三个品种正在申请中，分别为阿那曲唑、来曲唑和奥沙利铂。

阿那曲唑和来曲唑皆为乳腺癌治疗用药。我国城乡乳腺癌发病率差距很大，但上升势头很快，近年来部分发达地区的发病率接近 50/10 万人。卫生年鉴的统计结果显示，2004-2005 年乳腺癌的死亡率为 2.88/10 万人，其中城市为 3.71/10 万人，农村为 2.35/10 万人。通常晚期乳腺癌患者的生存期为 2 年，而 I 期乳腺癌患者的 5 年生存率超过 95%，II/III 期的乳腺癌患者 5 年生存率从 90% 到 40% 不等。

阿那曲唑为阿斯利康原研药品，适用于绝经后妇女晚期乳腺癌的治疗，多用于抗雌激素治疗失败后的二线治疗。同时，由于多中心双盲临床试验数据的支持，NCCN 乳腺癌临床治疗指南自 2006 年起已将阿那曲唑等 AI 类药物列入辅助内分泌治疗方案，用于早期乳腺癌的辅助治疗。阿那曲唑 2009 年美国市场的销售额约为 6.4 亿美元。目前阿那曲唑的国内市场由阿斯利康、扬子江药业、重庆华邦、浙江万马四个公司占据，其中阿斯利康的产品占据 95% 以上的市场份额，海正药业和华东医药的产品正在报批。2008 年阿那曲唑国内市场容量约为 2 亿元，但是增长很快。

图表 18. 阿那曲唑国内市场竞争情况

	上市时间	市场份额(2007 年)	最高零售限价(元)	招标价(元)
阿斯利康	2002 年	96%	673	550-600
浙江万马	2001 年	1%		
重庆华邦	2002 年	2%	228	150-180
扬子江药业	2005 年	1%		

资料来源：公司资料及中银国际研究  
规格为 1mg×14

来曲唑为诺华原研药品，也是绝经后妇女晚期乳腺癌的二线治疗药，2009 年美国市场的销售额约为 4.3 亿美元。目前国内市场由诺华和恒瑞医药占据，海正药业、重庆圣华曦和华东医药的产品正在报批。

图表 19. 来曲唑国内市场竞争情况

	上市时间	市场份额	最高零售限价 (元)	招标价(元)
诺华	2003 年	低于 50%	558	470-510
恒瑞医药	1999 年	超过 50%	191	130-160

资料来源：公司资料及中银国际研究  
规格为 2.5mg×10

我们认为，目前的阿那曲唑和来曲唑市场主要来自绝经后妇女晚期乳腺癌治疗，目标患者数量约为 8 万人，根据药品的日服用剂量，我们推算出阿那曲唑和来曲唑国内市场空间如下，其中城市与农村市场约各占一半：

图表 20.阿那曲唑和来曲唑市场空间估算

	原研药	国产药
阿那曲唑	11.4 亿元	3.1 亿元
来曲唑	13.7 亿元	3.8 亿元

资料来源：公司资料及中银国际研究

如果用于早期乳腺癌的辅助治疗的学术推广进程顺利，则未来的市场容量将会有数倍的上升空间。

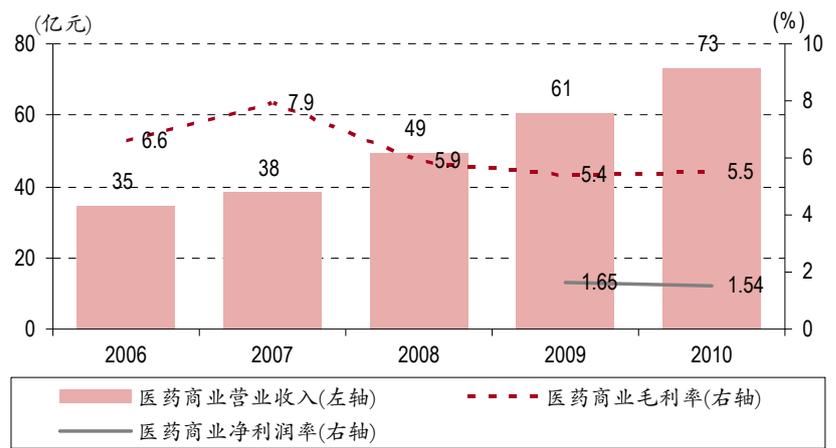
奥沙利铂是常用的细胞毒类抗癌药，国内拥有该药批文的厂商约 15 个，恒瑞医药占据了国内最大的市场份额，2010 年销售额约为 5 亿元。

从公司的 3 个药物申请状态来看，我们认为今年获得相关批文的概率较大。我们认为公司属于试探性的踏入抗癌药物领域，选择奥沙利铂这类市场开发充分、容量较大的常规品种以及阿那曲唑、来曲唑这类市场竞争较不激烈但相对空间较小的品种体现了公司相对谨慎的态度。我们预计公司将会借助于百令胶囊现有的销售队伍和渠道开展抗癌药物的销售工作，并可能在初期取得较好的结果，不过通常癌症治疗药物的销售对学术推广能力的要求较高，销售队伍的专业性将最终决定公司产品的后期市场占有率。

## 医药商业的区域龙头

公司的医药商业一直牢牢占据着区域龙头的位置，与英特集团各占浙江省 1/5 的份额，市场份额略高于英特集团。公司医药商业 2010 年实现营业收入 73.26 亿元，同比增长 21%，净利润达到 1.07 亿元，同比增长 10%。

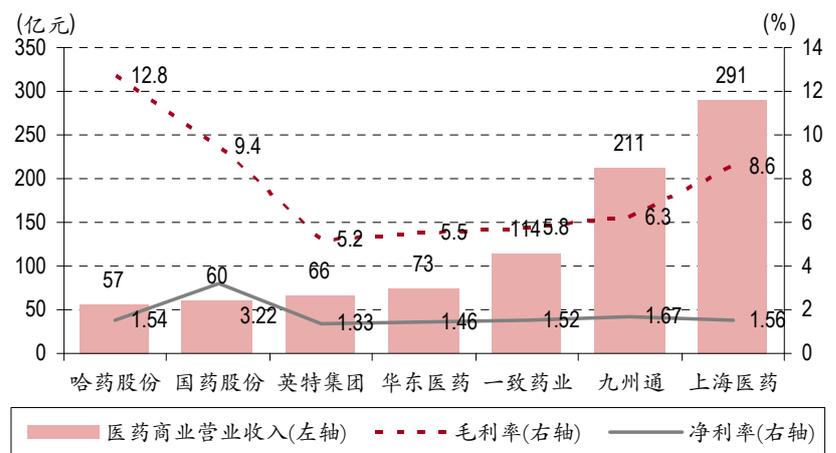
图表 21. 华东医药医药商业收入、毛利率和净利率情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

与全国性的医药商业公司相比，公司的销售额、毛利率、净利率处于较低水平，但相对与其他区域性医药商业龙头企业，公司的医药商业业务规模较大，毛利率和净利率处于中等水平。

图表 22. 华东医药医药商业收入和盈利能力情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

国药股份的净利率以母公司净利润减去投资收益估算

英特集团以子公司浙江英特药业有限责任公司净利润计算

一致药业以分销事业部利润总额按实际所得税率扣除后的净利润计算

上海医药以营业收入占比 67% 的上海医药分销控股有限公司的净利率率代替

公司的医药商业业务积极探索商业模式改革，实施批零联合，搭建“厂家产品与社区合作平台”，并由下属的华东大药房与杭州市 33 个社会卫生服务网点实施共建。公司从 2010 年 4 月份开始，首先在宁波、台州、温州三地首次实行无缝冷链管理，并已能够对浙江省杭州地区以外的二级以上医院实行全程冷链定时配送，未来打造全浙江省的无缝冷链。我们认为浙江省的医药商业竞争格局已经确立，短期不会有重大变化，同时浙江省作为国内最发达的省份之一，由于居民较为富裕，包括基层医疗的医药卫生行业增速也高于国内平均水平。因此，华东医药的医药商业增长将超越行业平均增速，预计未来 3 年将保持 20-25% 的增长。

## 解决股改遗留问题值得期待

2006 年公司完成股权分置改革时，第一大非流通股东远大集团承诺，自股权分置改革方案实施之日起两年内，将择机采取定向增发、资产收购、资产置换等方式，把其所拥有的雷允上药业有限公司 70% 的股权、武汉远大制药集团有限公司 70.98% 的股权、四川远大蜀阳药业有限公司 40% 的股权等优质资产以公允价格注入上市公司。

2007 年 8 月，远大集团向公司董事会提出议案，拟将净资产价值为 3.01 亿元的雷允上药业有限公司 70% 的股权、武汉远大制药集团有限公司 70.98% 的股权、四川远大蜀阳药业有限公司 40% 的股权以 7.63 亿元的评估值注入上市公司，评估增值率为 153%，收购方式为现金收购。2007 年上半年，上述股权所对应的企业净利润为 2,253 万元。

公司董事会经审议认为：

- 1) 尽管拟收购资产的总体质量尚可，但公司如收购上述资产，投资回报率远低于公司目前的净资产收益率水平，投资回收期长，股权转让的溢价会大大摊薄公司的股东权益，最终降低公司的每股收益。公司收购上述资产的经济效益较差。
- 2) 上述三家标的公司与公司产品关联度低，收购后跨地域经营管理和资源整合难度大，未来整合的预期不高。
- 3) 此项重大关联交易涉及的资产收购事项标的额巨大，若用现金收购上述标的资产，对公司的支付压力很大。

最终，在第一、二大股东的四位关联董事回避表决的情况下，两位非关联董事和三位独立董事全票否决了该提议。

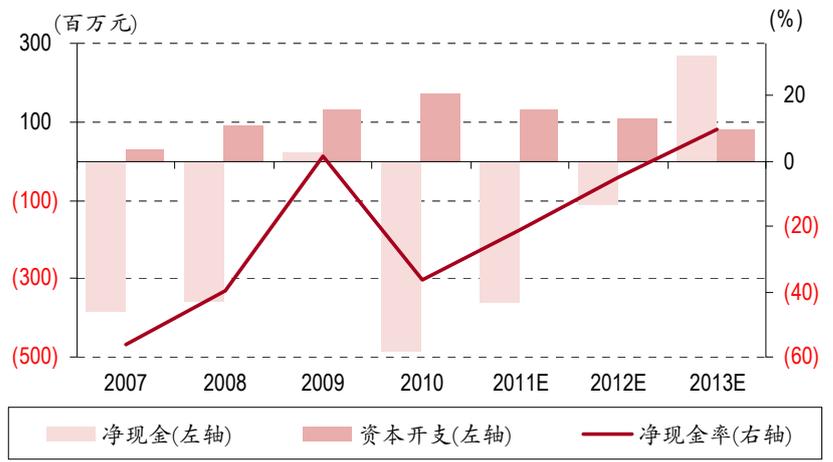
近两年，很多医药类上市公司进行了再融资，加快了发展的步伐。受累于股改遗留的问题，公司始终无法进行再融资，目前资金状况较为紧张。以 2010 年为例，无论是在以品种见长的医药工业企业中，或是在医药商业区域龙头中，高达 6,000 万元的财务费用都较为罕见。同时，资金紧张也使得公司很快将面临产能瓶颈，未来的发展计划受到一定限制。

我们认为目前的局面对于大股东、二股东、广大流通股股东都是最不利的选择。仅从商业利益的角度考虑，解决股改遗留问题的基础已经具备，等待的只是在合适的时机出现有创造性的提案。

## 财务状况

公司现阶段资金略显不足，截至2011年1季度末，公司货币资金6亿元，短期借款达到16亿元，预计2011年末，公司的短期借款将在10亿元左右。公司近几年资本开支较大，从目前的在建工程来看，试验制剂中心扩建项目、中美华东生产辅助楼工程、虫草扩产改造项目、供应链物流中心改造建设工程等在建项目未来均需要继续投入，我们预计公司2011-2013年的资本支出分别为人民币1.3亿、1.1亿和0.8亿元。

图表 23. 净现金及资本开支

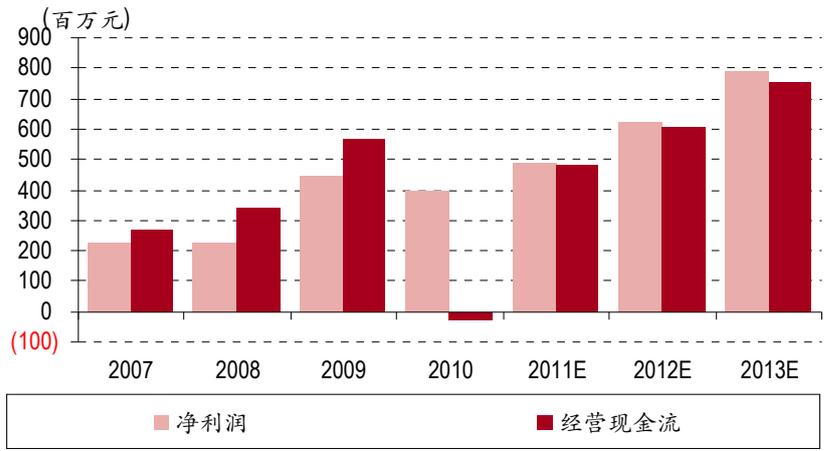


资料来源：公司资料及中银国际研究

除2010年之外，公司历年现金流状况良好，与净利润情况较为一致。2010年公司净利润3.96亿元，经营现金流为-0.28亿元。年报显示，公司的存货大幅增加2.68亿元，应收项目的增加也比应付项目的增加多出2.52亿元，这些增加大部分来自于母公司报表，我们估计应属于公司的医药商业范畴。我们认为，存货的大幅增加可能是由于浙江省药品招标变化引起相关配送制度调整所致，应收项目的大幅增长主要与公司医药商业事业部2010年大力推行票据结算有关，这些影响基本属于一次性影响，未来年度持续的可能性不大。

我们预计2011年公司的经营现金流状况将达到4.86亿元，与净利润保持较好的一致性。

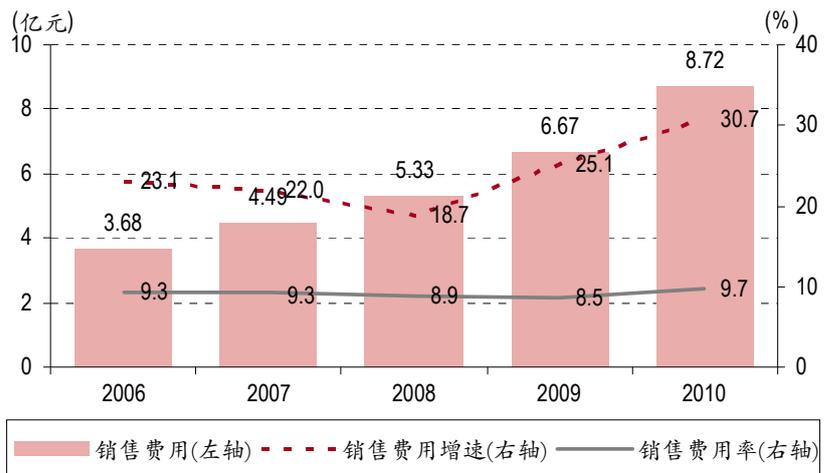
图表 24. 现金流情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司 2010 年销售费用为 8.72 亿元，同比增长 30.8%，销售费用率为 9.7%，为历年最高水平。

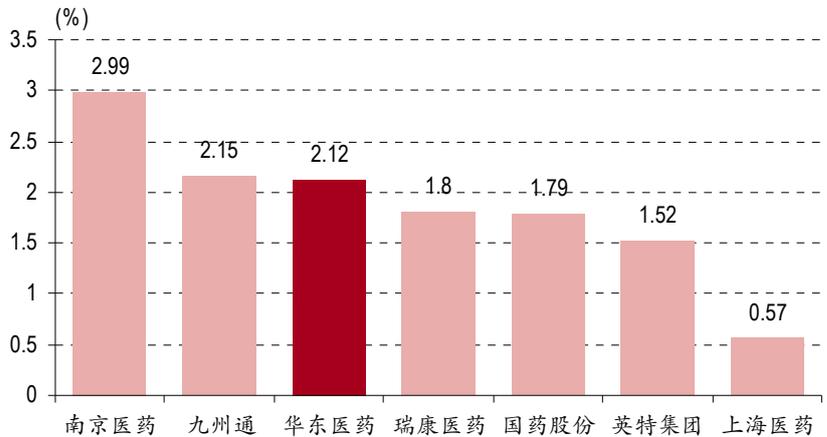
图表 25. 华东医药历年销售费用情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

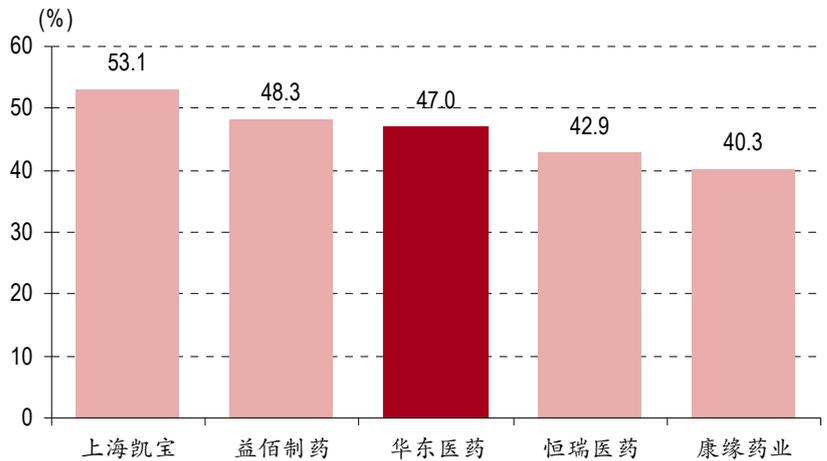
公司的制药工业和医药商业两个板块的销售模式差别巨大，销售费用率也有较大不同。由于公司绝大多数的制药工业业务在下属子公司，而 90% 以上医药商业业务在母公司，因此我们将公司母公司的销售费用作为医药商业的销售费用考虑，而将合并报表与母公司报表中销售费用的差额作为制药工业的销售费用。公司 2010 年的制药工业销售费用率较往年有较大幅度上升，达到了 47%；医药商业销售费用率近两年略有提升，2010 年达到了 2.12%。与 A 股其他同类上市公司相比，我们认为公司的制药工业销售费用率处于行业中等水平；由于将母公司中一部分制药工业的销售费用计算在内，我们计算出的公司医药商业销售费用率略高于行业平均水平。

图表 26.2010 年制药工业销售费用率比较



资料来源：公司资料及中银国际研究

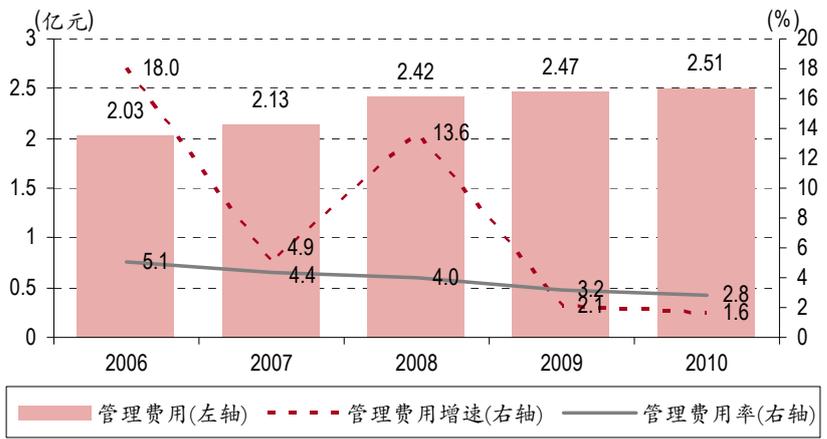
图表 27.2010 年医药商业销售费用率比较



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司 2010 年管理费用为 2.51 亿元，同比增长 1.6%，销售费用率为 2.8%，为历年最低水平。

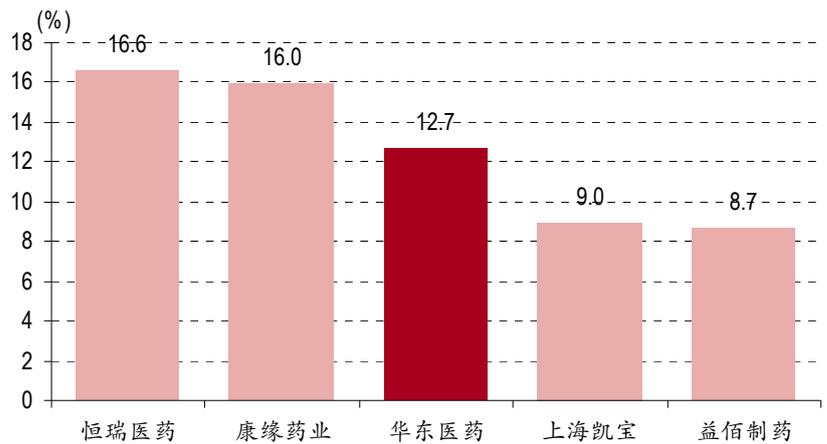
图表 28.华东医药历年管理费用情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

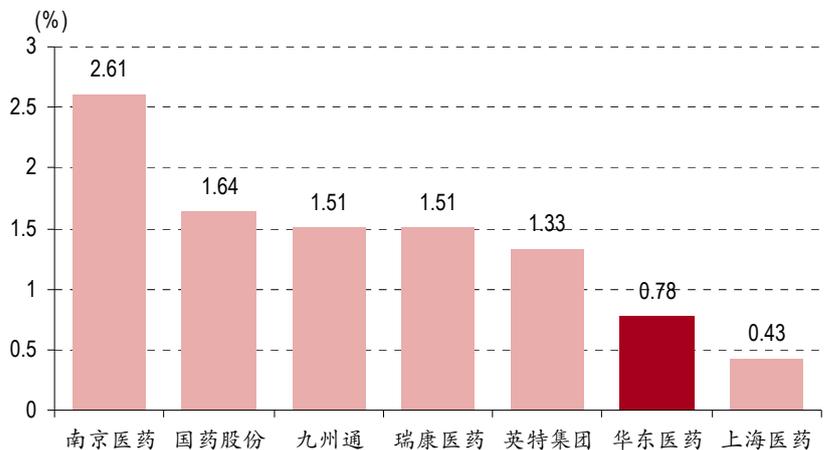
以同样的方法分别计算公司的制药工业和医药商业管理费用率，公司的制药工业管理费用率近年来持续下滑，2010年约为12.7%；医药商业管理费用率近两年处于较低水平，2010年约为0.78%。我们认为公司医药商业业务的管理费用控制良好；考虑到恒瑞医药和康缘药业每年投入的大量研发费用，我们认为公司的制药工业管理费用率处于行业中的较高水平。

图表 29.2010 年制药工业销售费用率比较



资料来源：公司资料及中银国际研究

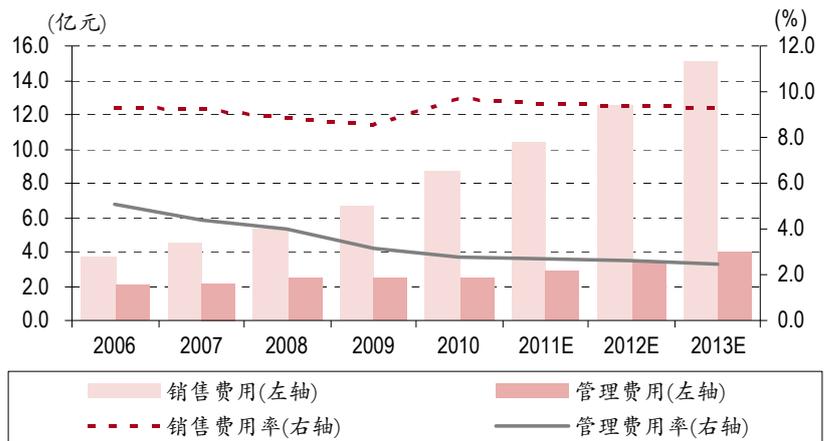
图表 30.2010 年医药商业销售费用率比较



资料来源：公司资料及中银国际研究

我们估计未来公司制药工业的销售费用率将会逐渐下滑至前几年的平均水平，医药商业的销售费用率将会稳中略降；制药工业的管理费用率将会继续小幅下降，而医药商业的管理费用率将会有小幅抬升。预计未来公司的整体销售费用率和管理费用率将会小幅下降。

图表 31.华东医药销售费用和管理费用预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

由于短期借款达到 7.6 亿元，公司 2010 年的财务费用高达 6,100 万元，这无论是在以品种见长的制药企业或是区域医药商业龙头中都比较罕见。由于公司未来仍有一定规模的固定资产投资计划，且短期内无法再融资，截至 2011 年 1 季度末，公司的短期借款高达 16.0 亿元，我们预计公司全年借款金额也将保持高位，2011 年的财务费用可能在 9,300 万元左右。

公司近三年的所得税率保持在 20% 左右，我们认为公司未来的所得税率仍将保持稳定。

## 风险因素

### 药品降价风险

公司大多数重要品种的最高限价皆为 2007 年以前由发改委制定，未来存在降价风险。从目前的各省中标价来看，未来如果药品最高限价降低 20-25%，则暂不会对公司产品的价格造成直接冲击，但长期来看公司一些主要产品售价有一定的下调空间。

### 产能瓶颈因素

公司及控股子公司中美华东位于杭州祥符桥的生产基地面积有限，且面临一定的环保压力，目前已接近产能极限，其中发酵虫草菌粉的产能瓶颈已经开始显现。公司收购九阳生物意在扩张产能，但生产转移的进度存在一定不确定性。

### 吡格列酮产品风险

我们无法判断未来 FDA 是否会限制吡格列酮的使用。如果 FDA 决定限制或禁止吡格列酮的使用，我们预计我国 SFDA 也可能会在其后的半年内做出类似决定，该情况将对公司吡格列酮和吡格列酮二甲双胍的销售和推广产生负面影响。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	7,825	8,972	10,871	13,258	16,159
销售成本	(6,262)	(7,289)	(8,838)	(10,774)	(13,133)
经营费用	(892)	(1,074)	(1,270)	(1,537)	(1,856)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>671</b>	<b>610</b>	<b>763</b>	<b>948</b>	<b>1,170</b>
折旧及摊销	(61)	(72)	(80)	(87)	(92)
<b>经营利润 (息税前利润)</b>	<b>610</b>	<b>538</b>	<b>683</b>	<b>860</b>	<b>1,078</b>
净利息收入(费用)	(51)	(61)	(93)	(102)	(111)
其他收益/(损失)	6	19	19	19	19
<b>税前利润</b>	<b>565</b>	<b>495</b>	<b>609</b>	<b>777</b>	<b>986</b>
所得税	(118)	(100)	(122)	(156)	(198)
少数股东权益	(69)	(79)	(90)	(104)	(119)
<b>净利润</b>	<b>378</b>	<b>317</b>	<b>396</b>	<b>517</b>	<b>668</b>
<b>核心净利润</b>	<b>378</b>	<b>308</b>	<b>387</b>	<b>508</b>	<b>659</b>
每股收益(人民币)	0.872	0.731	0.912	1.192	1.539
核心每股收益(人民币)	0.871	0.710	0.892	1.171	1.519
每股股息(人民币)	0.000	0.330	0.365	0.477	0.616
收入增长(%)	30	15	21	22	22
息税前利润增长(%)	62	(12)	27	26	25
息税折旧前利润增长(%)	59	(9)	25	24	23
每股收益增长(%)	60	(16)	25	31	29
核心每股收益增长(%)	45	(18)	26	31	30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	554	302	642	1,035	1,547
应收帐款	1,458	1,889	2,115	2,374	2,672
库存	725	993	1,092	1,201	1,321
其他流动资产	149	209	236	268	303
<b>流动资产总计</b>	<b>2,887</b>	<b>3,394</b>	<b>4,085</b>	<b>4,877</b>	<b>5,844</b>
固定资产	426	608	653	671	654
无形资产	177	173	184	189	194
其他长期资产	79	81	81	81	81
<b>长期资产总计</b>	<b>682</b>	<b>862</b>	<b>918</b>	<b>941</b>	<b>929</b>
<b>总资产</b>	<b>3,569</b>	<b>4,256</b>	<b>5,003</b>	<b>5,819</b>	<b>6,773</b>
应付帐款	1,417	1,813	1,995	2,194	2,413
短期债务	530	791	1,010	1,160	1,310
其他流动负债	297	297	300	303	307
<b>流动负债总计</b>	<b>2,244</b>	<b>2,901</b>	<b>3,305</b>	<b>3,657</b>	<b>4,031</b>
长期借款	4	0	0	0	0
其他长期负债	27	9	10	10	10
股本	434	434	434	434	434
储备	697	724	977	1,336	1,797
<b>股东权益</b>	<b>1,131</b>	<b>1,159</b>	<b>1,411</b>	<b>1,770</b>	<b>2,231</b>
少数股东权益	163	187	278	382	501
<b>总负债及权益</b>	<b>3,569</b>	<b>4,256</b>	<b>5,003</b>	<b>5,819</b>	<b>6,773</b>
每股帐面价值(人民币)	2.60	2.67	3.25	4.08	5.14
每股有形资产(人民币)	2.20	2.27	2.83	3.64	4.69
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.05)	1.13	0.85	0.29	(0.54)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	565	495	609	777	986
折旧与摊销	61	72	80	87	92
净利息费用	51	61	93	102	111
运营资本变动	6	(561)	(167)	(197)	(231)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(115)	(96)	(130)	(164)	(206)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>568</b>	<b>(28)</b>	<b>485</b>	<b>605</b>	<b>752</b>
购买固定资产净值	(129)	(171)	(130)	(110)	(80)
投资减少/增加	6	(38)	(7)	0	0
其他投资现金流	17	168	8	8	8
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(106)</b>	<b>(41)</b>	<b>(129)</b>	<b>(102)</b>	<b>(72)</b>
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(265)	194	220	150	150
支付股息	0	0	(143)	(158)	(207)
其他融资现金流	(84)	(377)	(93)	(102)	(111)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(349)</b>	<b>(183)</b>	<b>(17)</b>	<b>(110)</b>	<b>(168)</b>
现金变动	113	(252)	339	393	512
期初现金	442	554	302	642	1,035
公司自由现金流	471	(64)	348	495	672
权益自由现金流	155	77	482	552	719

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	8.6	6.8	7.0	7.1	7.2
息税前利润率(%)	7.8	6.0	6.3	6.5	6.7
税前利润率(%)	7.2	5.5	5.6	5.9	6.1
净利率(%)	4.8	3.5	3.6	3.9	4.1
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	11.9	8.0	6.9	8.0	9.2
净权益负债率(%)	净现金	36.3	21.8	5.8	净现金
速动比率(倍)	1.0	0.8	0.9	1.0	1.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	29.9	35.7	28.6	21.9	17.0
核心业务市盈率(倍)	30.0	36.7	29.3	22.3	17.2
目标价对应核心业务	32.5	39.8	31.7	24.1	18.6
市盈率(倍)					
市净率(倍)	10.0	9.8	8.0	6.4	5.1
价格/现金流(倍)	19.9	(404.8)	23.4	18.7	15.1
企业价值/息税折旧前	17.0	19.6	15.6	12.5	9.9
利润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	47.6	43.0	43.0	38.8	35.0
应收帐款周转天数	57.4	68.1	67.2	61.8	57.0
应付帐款周转天数	60.2	65.7	63.9	57.7	52.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	45.1	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	40.2	27.7	30.8	32.5	33.4
资产收益率(%)	14.5	11.0	11.8	12.7	13.7
已运用资本收益率(%)	34.7	27.4	28.5	28.8	29.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

双鹭药业 (002038.SZ/人民币 36.20, 未有评级)  
人福医药 (600079.SS/人民币 23.35, 未有评级)  
海正药业 (600267.SS/人民币 39.69, 未有评级)  
恒瑞医药 (600276.SS/人民币 31.43, 未有评级)  
益佰制药 (600594.SS/人民币 19.03, 未有评级)  
华北制药(600812.SS/人民币 12.50, 未有评级)  
丽珠集团(000513.SZ/人民币 31.66, 未有评级)  
浙江医药(600216.SS/人民币 34.32, 未有评级)  
哈药股份(600664.SS/人民币 11.48, 未有评级)  
国药股份(600511.SS/人民币 15.65, 未有评级)  
英特集团(000411.SZ/人民币 13.10, 未有评级)  
一致药业(000028.SZ/人民币 28.83, 未有评级)  
九州通 (600998.SS/人民币 11.85, 未有评级)  
上海医药(601607.SS/人民币 15.79, 未有评级)  
上海凯宝(300039.SZ/人民币 26.00, 未有评级)  
康缘药业(600557.SS/人民币 16.74, 未有评级)  
南京医药 (600713.SS/人民币 7.38, 未有评级)  
瑞康医药 (002589.SZ/人民币 27.09, 未有评级)  
华邦制药(002004.SZ/人民币 48.50, 未有评级)  
浙江震元(000705.SZ/人民币 14.39, 未有评级)

以 2011 年 8 月 2 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%;  
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。  
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述  
指数在上下 10%区间内波动

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话:(8621) 6860 4866  
传真:(8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 3988 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话:(8610) 6622 9000  
传真:(8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号  
EC4N 6HA  
电话:(4420) 7022 8888  
传真:(4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话:(1) 212 259 0888  
传真:(1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话:(65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真:(65) 6534 3996 / 6532 3371